

横店影视 (603103)

公司研究/点评报告

营收 27 亿同增 8.2%，资产联结影院继续保持高速扩张

—横店影视 (603103) 2018 年年报点评

点评报告/传媒行业

2019 年 03 月 11 日

一、事件概述

公司公布 18 年年报：18 年实现营收 27.24 亿 (YOY+8.22%)；归母净利 3.21 亿 (YOY-2.98%)。Q4 营收 5.18 亿元 (YOY-10.8%)；归母净利-0.03 亿 (YOY-113.3%)。

二、分析与判断

➤ 收入端：营收 27.2 亿同增 8.2%，广告收入实现+27%较高增长

公司 2018 年营收 27.24 亿元，同比+8.22%。分子板块：电影放映收入 20.3 亿元 (占比 75%，YOY+5.4%)，主要系 Q4 电影票房同比下滑所致；卖品收入 2.5 亿元 (占比 9%，YOY+1.0%)；广告收入 2.0 亿元 (占比 7%，YOY+27.0%)；其他收入共计 2.4 亿 (占比 9%，YOY+31.5%)，主因公司新业务实现较快增长。看经营：截至 2018 年底公司资产联结型影院共计 316 家 (新建 52 家)，银幕数 1996 块 (新建 312 块)，实现票房收入 21.1 亿元 (YOY+5.5%)，单银幕产出 105.8 万元 (YOY-10.9%)。

➤ 利润端：归母净利润 3.2 亿同减 3.1%，主因电影放映业务毛利下滑

毛利端：全年毛利率 21.1%，同比-2.9pct；其中 Q4 毛利率 5.7%，同比-8.9pct，毛利率下降主因电影放映业务毛利率下滑。**分子板块：**电影放映毛利率-2.1% (同比-6.8pct)，主因全年票房低增叠加影院高速扩张，影投固定成本增幅大超收入增幅所致；卖品收入毛利率 76.8% (同比+1.6pct)；广告收入毛利率 100%。**费率端：**18 年销售费用率 2.4%，同比微降 0.3pct；管理费用率 2.3%，同比微增 0.1pct。综上，18 年归母净利润 3.2 亿 (YOY-3.1%)，净利率 11.8% (同比-1.3pct)。

➤ 开业影院数创新高 VS 单银幕产出继续下滑，公司 18 年经营面临“冰火两重天”

18 年横店新开 52 家影院创历史新高，同时首次关停 2 家影院 14 块银幕，优化存量影院运营效率。全年横店影投票房收入 21.1 亿 (YOY+5.45%)，同期全国电影票房 609.8 亿 (YOY+9.1%)；实现银幕数 1996 块 (YOY+18.5%)，同期全国银幕数 60079 块 (YOY+18.3%)；单银幕产出 105.8 万 (YOY-10.9%)，同期全国单银幕产出 94 万元 (同比-8.7%)，排名位居影投公司第三 (与去年持平)。

➤ 行业进入洗牌期，单银幕产出拐点可期

公司 2019 年继续加快影院速度，预计新开影院 60 家，银幕 390 块左右，同时计划关停影院 5 家 (银幕 30 块) 左右。行业洗牌期最先出清的通常为经营不善的中小影院，公司在行业洗牌期仍不减扩展速度，预计将受益行业整合迎来市占率及单银幕产出提高。公司继续加快“4+1”战略，多渠道提高广告收入，未来非票收入占比有望持续提高；同时优化经营效率，管理费用率有望实现下降。

三、投资建议

我们预计 19-21 年公司营收 31.6/37.6/44.9 亿，同比+16.1%/18.9%/19.4%；归母净利达 3.9/5.1/6.8 亿，同比+20.1%/31.9%/33.5%；对应 PE28.5X/21.6X/16.2X，目前院线行业平均市盈率 20X 左右，横店布局三四五线城市，未来继续保持高扩张速度，我们认为 19 年后行业出清将利好横店这类公司市占率提高和单银幕产出改善，综上，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

票房市场不及预期，市场竞争加剧，租金成本上升。

推荐

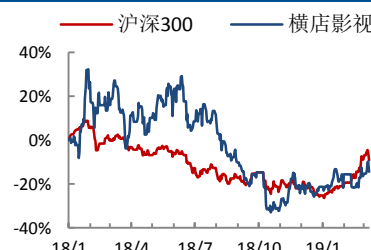
评级

当前价格：24.26

交易数据 2019-03-11

近 12 个月最高/最低(元)	36.59/19.3
总股本(百万股)	453.00
流通股本(百万股)	53.00
流通股比例(%)	12%
总市值(亿元)	109.90
流通市值(亿元)	12.86

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：钟奇

执业证号：S0100518110001
电话：021-60876718
邮箱：zhongqi@mszq.com

研究助理：武子皓

执业证号：S0100118010057
电话：(8621)60876759
邮箱：wuzihao@mszq.com

相关研究

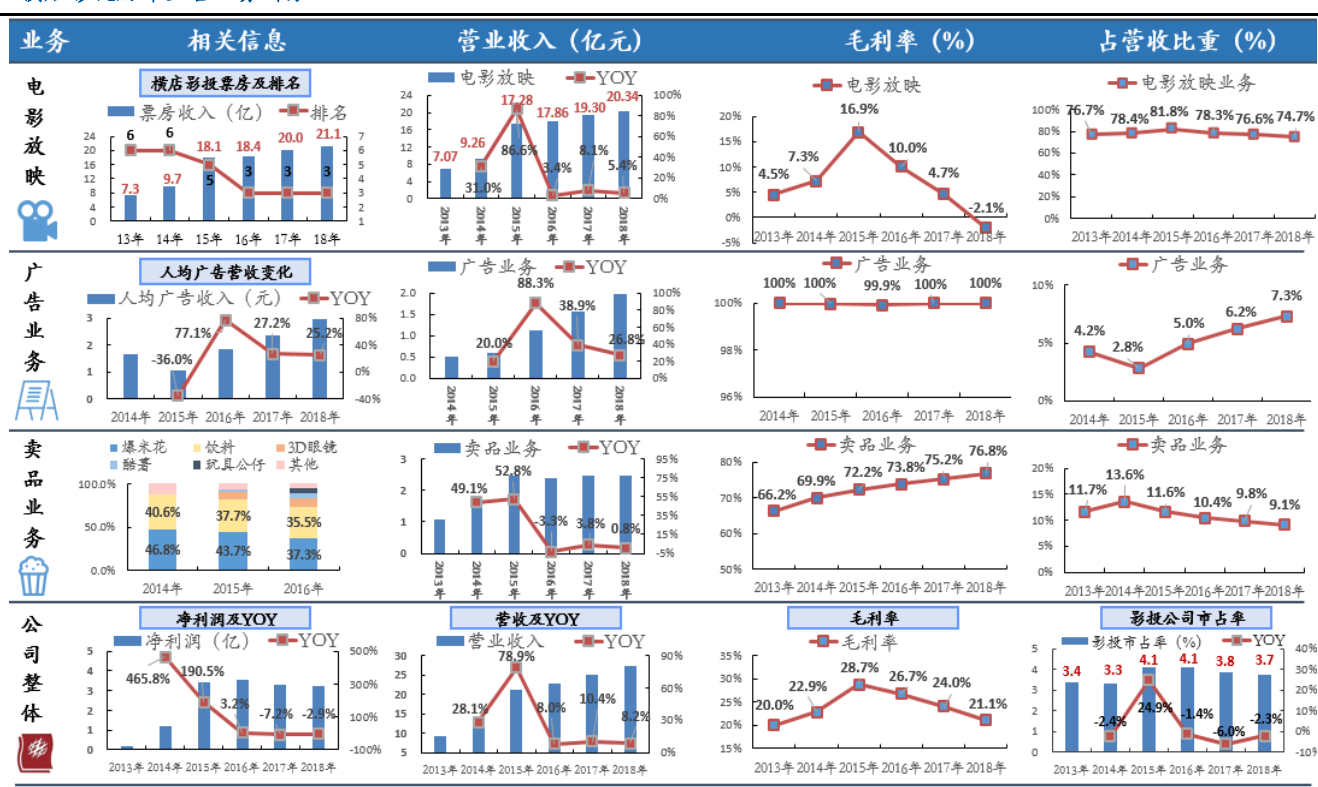
- 横店影视 (603103) 2018 年三季报
点评：票房增速高于全国，持续布局三四线
- 横店影视 (603103) 深度报告：领先布局三四五线市场，非票业务助增长

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,724	3,164	3,763	4,494
增长率 (%)	8.2%	16.1%	18.9%	19.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	321	385	508	678
增长率 (%)	-3.0%	20.1%	31.9%	33.5%
每股收益 (元)	0.71	0.85	1.12	1.50
PE (现价)	34.2	28.5	21.6	16.2
PB	5.0	4.3	3.6	2.9

参考图表:

图 1: 横店影视历年主营业务拆分



数据来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

表 1: 横店影视财务数据拆分

(亿元)	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入	11.81	21.13	22.81	25.18	27.24	9.31	5.34	7.41	5.18
YOY		78.9%	8.0%	10.4%	8.2%	40.0%	-7.3%	6.6%	-10.8%
① 电影放映收入	9.26	17.28	17.86	19.30	20.34	--	--	--	--
横店影投票房 (艺恩)	9.71	18.08	18.44	20.01	21.12	7.47	3.96	5.86	3.83
横店影投银幕数 (年报)	905	1,149	1,412	1,684	1,996	--	--	--	--
横店影投单银幕票房 (万)	107.3	157.4	130.6	118.8	105.8	--	--	--	--
② 卖品收入	1.61	2.46	2.38	2.47	2.49	--	--	--	--
③ 广告收入	0.50	0.60	1.13	1.57	1.99	--	--	--	--
④ 其他收入	0.45	0.79	1.45	1.84	2.42	--	--	--	--
毛利率	22.9%	28.7%	26.7%	24.0%	21.1%	33.0%	13.7%	22.1%	5.7%
① 电影放映毛利率	7.3%	16.9%	10.0%	4.7%	-2.1%	--	--	--	--
② 卖品毛利率	69.9%	72.2%	73.8%	75.2%	76.8%	--	--	--	--
③ 广告毛利率	100.0%	100.0%	99.9%	100.0%	99.9%	--	--	--	--
税金及附加率	4.8%	4.8%	4.8%	4.6%	4.6%	4.7%	4.5%	4.6%	4.6%
销售费用率	2.6%	1.6%	1.9%	2.7%	2.4%	1.6%	1.9%	2.2%	4.6%
管理费用率	2.5%	1.9%	2.5%	2.2%	2.3%	1.6%	2.6%	1.9%	3.7%
营业外收入	0.31	0.19	0.62	0.45	0.48	0.02	0.17	0.10	0.19
其中: 政府补助	0.30	0.16	0.59	0.41	0.42	--	--	--	--
所得税率	21%	21%	23%	24%	24%	23%	26%	24%	2012%
归母净利润	1.19	3.44	3.56	3.31	3.21	1.89	0.39	0.96	-0.03
YOY		189.1%	3.5%	-7.0%	-3.1%	64.3%	-54.7%	-7.7%	-113.3%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 2: 横店影投与全国电影市场 2015~2018 年总票房/观影人次/平均票价/上座率对比

影投公司	横店影投 (不含服务费)					全国整体 (不含服务费)			
时间	票房占总票房比	票房YOY	人次YOY	平均票价	上座率	票房YOY	人次YOY	平均票价	上座率
2015年	4.1%	86.2%	88.6%	31.6	19.0%	49.1%	51.1%	34.8	17.0%
2016年	4.1%	2.0%	6.2%	30.3	15.1%	3.8%	9.0%	33.1	14.0%
2017年	3.8%	8.5%	9.3%	30.1	13.3%	15.0%	18.1%	32.3	13.0%
2018年	3.7%	5.5%	1.6%	31.3	11.6%	8.0%	5.9%	32.9	12.0%
2018Q1	3.9%	36.9%	30.4%	33.3	16.7%	39.7%	36.5%	33.8	17.0%
2018Q2	3.6%	-10.9%	-13.5%	30.2	9.4%	-7.7%	-8.1%	32.4	10.0%
2018Q3	3.7%	5.6%	2.2%	31.0	12.6%	8.1%	5.8%	32.8	13.0%
2018Q4	3.5%	-16.0%	-16.1%	29.3	8.3%	-11.7%	-12.8%	32.1	9.0%

资料来源: 艺恩 APP, 民生证券研究院

表 3：横店影投与全国电影市场 2014~2018 年银幕数/单银幕产出对比

影投公司	横店影投（不含服务费）				全国整体（不含服务费）			
	银幕数	银幕YOY	单银幕产出（万）	单银幕产出YOY	银幕数	银幕YOY	单银幕产出（万）	单银幕产出YOY
2014年	905	39.2%	106.2	-10.8%	24304	33.6%	121.1	2.6%
2015年	1,149	27.0%	156.1	47.0%	32487	33.7%	135.1	11.5%
2016年	1,412	22.9%	131.0	-16.1%	41179	26.8%	110.6	-18.1%
2017年	1,684	19.3%	118.8	-9.3%	50776	23.3%	103.2	-6.7%
2018年	1,996	18.5%	105.8	-10.9%	60079	18.3%	94.2	-8.7%

资料来源：公司公告，电影局，艺恩 APP，民生证券研究院

表 4：横店影投与全国电影市场一~五线城市票房增速对比

影投公司	横店影投票房（不含服务费）					全国整体票房（不含服务费）				
	一线城市 YOY	二线城市 YOY	三线城市 YOY	四线城市 YOY	五线城市 YOY	一线城市 YOY	二线城市 YOY	三线城市 YOY	四线城市 YOY	五线城市 YOY
2013年	26.1%	19.8%	39.5%	72.0%	60.4%	19.5%	28.3%	34.9%	46.8%	54.9%
2014年	42.0%	24.8%	26.5%	58.3%	49.8%	30.0%	34.8%	41.2%	50.1%	53.6%
2015年	64.9%	85.3%	54.2%	113.5%	133.2%	42.7%	45.0%	55.5%	61.9%	64.4%
2016年	38.3%	-3.0%	-7.8%	11.0%	5.2%	0.9%	-0.2%	4.5%	14.6%	20.1%
2017年	0.5%	3.6%	14.2%	14.9%	7.1%	7.7%	13.0%	19.6%	22.7%	24.8%
2018年	-10.9%	-0.4%	5.3%	15.9%	10.5%	3.8%	6.4%	9.2%	13.9%	15.0%

资料来源：艺恩 APP，民生证券研究院

表 5：横店影投与全国电影市场一~五线城市票房占比对比

影投公司	横店影投票房（不含服务费）					全国整体票房（不含服务费）				
	一线城市 占比	二线城市 占比	三线城市 占比	四线城市 占比	五线城市 占比	一线城市 占比	二线城市 占比	三线城市 占比	四线城市 占比	五线城市 占比
2012年	5.8%	45.9%	27.9%	11.4%	8.9%	26.6%	44.7%	16.2%	9.0%	3.6%
2013年	5.4%	40.7%	28.8%	14.5%	10.6%	24.5%	44.2%	16.8%	10.2%	4.3%
2014年	5.8%	38.0%	27.2%	17.2%	11.9%	23.2%	43.5%	17.3%	11.2%	4.8%
2015年	5.1%	37.8%	22.6%	19.7%	14.9%	22.2%	42.3%	18.1%	12.1%	5.3%
2016年	6.9%	35.9%	20.4%	21.4%	15.4%	21.6%	40.7%	18.2%	13.4%	6.1%
2017年	6.4%	34.3%	21.5%	22.7%	15.2%	20.2%	39.9%	18.9%	14.3%	6.6%
2018年	5.4%	32.4%	21.4%	24.9%	15.9%	19.4%	39.3%	19.1%	15.0%	7.1%

资料来源：艺恩 APP，民生证券研究院

表 6：2019 年全国影投 TOP6 公司 2013 年来票房市占率及排名变化

时间	市占率						排名					
	万达电影	大地影院	横店院线	CGV投资	中影影投	金逸影视	万达电影	大地影院	横店院线	CGV投资	中影影投	金逸影视
2013年	16.3%	5.4%	3.4%	1.7%	4.1%	6.0%	1	3	6	13	4	2
2014年	16.1%	5.7%	3.3%	2.0%	4.0%	5.6%	1	2	6	10	4	3
2015年	15.5%	5.7%	4.1%	2.4%	3.9%	4.6%	1	2	5	7	6	3
2016年	14.5%	5.3%	4.1%	3.0%	3.6%	3.8%	1	2	3	7	5	4
2017年	13.7%	5.1%	3.8%	2.9%	3.1%	3.1%	1	2	3	7	6	5
2018年	13.5%	4.7%	3.7%	2.8%	2.8%	2.7%	1	2	3	4	5	6
2019M1-2	13.1%	4.9%	4.0%	2.7%	2.6%	2.6%	1	2	3	4	5	6

资料来源：艺恩 APP，民生证券研究院

表 7：横店 2014~2018 年资产联结和加盟型影院数量变化

时间	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
资产联结型影院					
影院数量	138	176	220	266	316
新增影院	39	38	44	46	52
招股书计划新建数量			42	82	76
银幕数量	905	1149	1412	1684	1,996
新增银幕	255	244	263	272	312
加盟型影院					
影院数量	41	53	65	74	86
新增影院	9	12	12	9	12
银幕数量	193	255	315	405	474
新增银幕		62	60	90	69

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 8：横店影视可比公司估值表

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (以3月8日收盘价为基准)			归母净利YOY (2018A)
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
万达电影	388.0	12.93	18.40	20.95	1.7	1.2	1.1	-14.7%
金逸影视	40.3	1.59	2.40	2.77	9.4	6.2	5.4	-24.6%
幸福蓝海	33.2	-5.33	2.14	2.36	-1.7	4.2	3.8	-574.0%
横店影视	109.9	3.21	0.85	4.62	7.6	28.6	5.3	-3.0%

资料来源：Wind，民生证券研究院

图表目录

图 1：横店影视历年主营业务拆分	2
表 1：横店影视财务数据拆分	3
表 2：横店影投与全国电影市场 2015~2018 年总票房/观影人次/平均票价/上座率对比	3
表 3：横店影投与全国电影市场 2014~2018 年银幕数/单银幕产出对比	4
表 4：横店影投与全国电影市场一~五线票房增速对比	4
表 5：横店影投与全国电影市场一~五线票房占比对比	4
表 6：2019 年全国影投 TOP6 公司 2013 年来票房市占率及排名变化	5
表 7：横店 2014~2018 年资产联结和加盟型影院数量变化	5
表 8：横店影视可比公司估值表	5

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,724	3,164	3,763	4,494
营业成本	2,151	2,436	2,823	3,280
营业税金及附加	126	148	175	209
销售费用	65	74	93	108
管理费用	62	66	79	90
EBIT	321	439	592	807
财务费用	2	0	0	0
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	43	25	29	32
营业利润	387	464	621	839
营业外收支	36	41	46	52
利润总额	423	505	667	892
所得税	102	120	159	213
净利润	321	385	508	678
归属于母公司净利润	321	385	508	678
EBITDA	613	439	592	807

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	225	1320	1916	2731
应收账款及票据	32	44	53	64
预付款项	25	29	33	39
存货	42	35	42	50
其他流动资产	1032	1032	1032	1032
流动资产合计	1523	2648	3302	4184
长期股权投资	48	48	48	48
固定资产	852	852	852	852
无形资产	2	2	2	2
非流动资产合计	1704	1084	1084	1084
资产合计	3227	3732	4386	5268
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	242	316	349	403
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	826	946	1092	1296
长期借款	4	4	4	4
其他长期负债	206	206	206	206
非流动负债合计	211	211	211	211
负债合计	1037	1157	1303	1507
股本	453	453	453	453
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2190	2575	3083	3761
负债和股东权益合计	3227	3732	4386	5268

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	8.2%	16.1%	18.9%	19.4%
EBIT 增长率	-11.4%	36.7%	34.9%	36.3%
净利润增长率	-3.0%	20.1%	31.9%	33.5%
盈利能力				
毛利率	21.1%	23.0%	25.0%	27.0%
净利润率	11.8%	12.2%	13.5%	15.1%
总资产收益率 ROA	9.9%	10.3%	11.6%	12.9%
净资产收益率 ROE	14.6%	15.0%	16.5%	18.0%
偿债能力				
流动比率	1.8	2.8	3.0	3.2
速动比率	1.8	2.8	3.0	3.2
现金比率	0.3	1.4	1.8	2.1
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	5.4	5.1	5.2	5.2
存货周转天数	6.0	5.3	5.5	5.6
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.9	1.1	1.5
每股净资产	4.8	5.7	6.8	8.3
每股经营现金流	1.5	0.9	1.2	1.6
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	34.2	28.5	21.6	16.2
PB	5.0	4.3	3.6	2.9
EV/EBITDA	17.6	22.1	15.4	10.3
股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	321	385	508	678
折旧和摊销	292	0	0	0
营运资金变动	89	89	88	137
经营活动现金流	667	408	521	730
资本开支	424	(661)	(46)	(52)
投资	(120)	0	0	0
投资活动现金流	(507)	686	75	84
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(151)	0	0	0
筹资活动现金流	(258)	0	0	0
现金净流量	(98)	1,094	597	815

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

钟奇，民生研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。

武子皓，金融学硕士，2017年11月加入民生证券，从事传媒互联网行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。